



זרקור // קרנות מחקות מדד ה-High Yield

נהוג להניח שקרנות מחקות (ETFs), אשר עוקבות אחר מדד מסוים, עושות זאת תוך "טעות עקיבה" מזערית ועל פי רוב, מספקות למשקיע את תשואת המדד אחריו היא עוקבת. הנחה זו נכונה עבור מדדי מניות אשר נהנים מנזילות גבוהה של הנכסים המרכיבים את המדד, אך ככל שמדובר במדדים בעלי נזילות נמוכה, יכולת העקיבה של הקרנות נפגעת. דוגמא בולטת לכך ניתן למצוא בקרנות מחקות העוקבות אחר מדדי אג"ח שאינן בדירוג השקעה (High Yield).

בזרקור זה נדון במספר סיבות עיקריות אשר גורמות לקשיים בעקיבה אחר המדד ואיך מבנה מדד הבנצ'מרק בלתי ניתן לעקיבה מדויקת.

קיים הבדל מהותי ביותר באופן קביעת המשקלות של מדדי מניות ביחס למדדי אג"ח ובהתאמה גם באופן קביעת משקולות הקרנות העוקבות. לדוגמא, במדדי מניות כמו ה-S&P 500 משקל המניות במדד נקבע לפי שווי שוק החברה שעולה ויורד לפי יצירת הערך שהמניה מייצרת עבור בעלי המניות שלה. לא כך הוא הדבר עבור מדדי ה-High Yield. משקולות אגרות החוב במדדי ה-High Yield לא נקבעות לפי שווי החברה, אלא לפי היקף האג"ח המונפק. כך למשל, Sprint Corp היא המנפיק עם משקל ההחזקות הגדול ביותר במדדי ה-High Yield. לחברת תקשורת זו יותר מ-\$35 מיליארד באג"ח והיא השחקן החלש ביותר בענף התקשורת עם 4 מתחרים חזקים יותר. לחברה היצע מוצרים נחות יותר ממתחרותיה והיא נאלצת להשקיע ברכוש קבוע בהיקפים גבוהים מתזרים הפעילות השוטפת כך שהחברה למעשה שורפת מזומנים ונשענת על גיוסי חוב. לשם ההשוואה, ההחזקה הגדולה ביותר במדד ה-S&P500 היא חברת אפל, החברה הגדולה והרווחית בעולם. למעשה דווקא מנפיקים גדולים יותר אשר בעלי סיכון ספציפי גבוה יותר לחדלות פרעון נוטים לקבל משקולות גבוהים יותר במדד על חשבון חברות גדולות ונזילות אשר לא נדרשות לחוב מהותי לשם מימון הפעילות ועל כן ערכן במדד נמוך. הרכב זה של מדדי אג"ח High Yield יוצר קושי עקיבה של הקרנות בשל חוסר התאמה בין המשקולות במדד אשר אינם תואמים את הנזילות הנדרשת לשם ביצוע עקיבה מדויקת.

קושי נוסף לחקות את המדד ה-High Yield הוא מאפייניו הייחודיים של אג"ח במצוקה (Distress Debt). אלו סדרות אג"ח של חברות אשר יכולת החזר החוב שלהן מוטלת בספק רב. חלק זה של השוק, משתנה עם השנים ונע בין 10%-30% ממדד הבנצ'מרק. שוויין של אגרות חוב רבות צנח בתקופת משבר 2008 ובתקופת צניחת מחירי הנפט והסחורות במהלך 2014 לרמות המוגדרות חוב במצוקה. בהתאמה משקלן של אג"ח אלו במדדי היחוס הפכו זניחים והתעודות בחרו או שלא יכלו להתכסות באג"ח. במקביל נרכשו חלק מאגרות החוב הללו על ידי משקיעים מתוחכמים, קרנות גידור וקרנות מתמחות באג"ח במצוקה. כאשר השוק התאושש בשנים שלאחר מכן מרבית הסחורה הצפה היתה בידי אותם המשקיעים אשר נמנעו מלמכור את אגרות חוב אלו במחירי השוק והתוצאה היא שהקרנות המחקות אחר המדד הציגו תשואות חסר גבוהות מבלי יכולת להתכסות באג"חים.

שתי הקרנות המחקות הגדולות ביותר הן:

iShares iBoxx \$ High Yield ETF (HYG)

SPDR Barclays High Yield ETF (JNK)

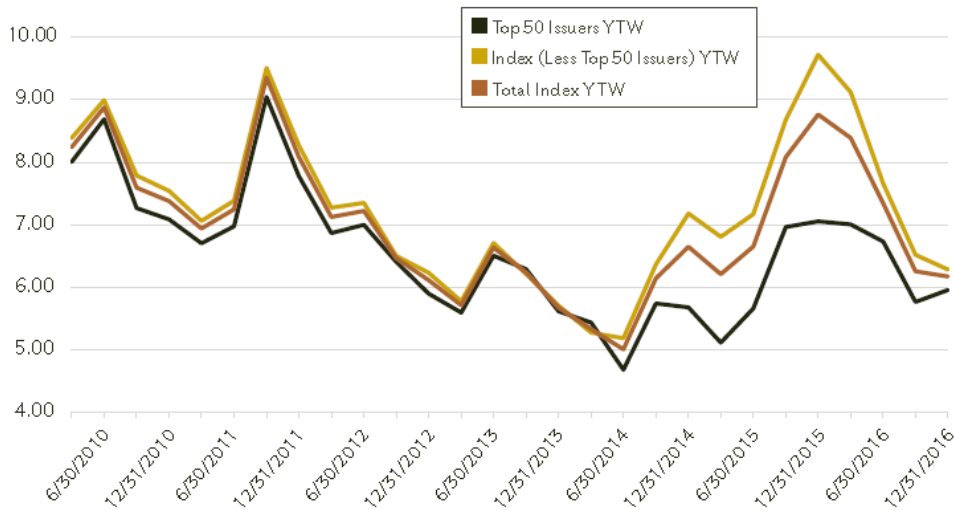
קרנות אלו עוקבות אחר מדד אג"ח High Yield המונה 2,000 סדרות אג"ח. עם זאת, מבדיקה שערכנו, הקרן HYG מחזיקה כ-1,000 סדרות וה-JNK מחזיקה כ-800 סדרות. הסיבה העיקרית לכך היא שהקרנות נאלצות לרכוש רק את הסדרות הנזילות ביותר במדד וזאת מתוך צורך בגמישות ניהול יצירות ופדיונות הקרן ומחוסר היכולת לקנות אג"ח במצוקה שכמעט אינו נזיל. אופן ניהול זה הביא לתשואת חסר וטעויות עקיבה לרעת בעלי היחידות בקרנות המחקות.

סיבה נוספת לתשואת החסר נובעת מכך שאגרות החוב הסחירות יותר במדד הבנצ'מרק מתומחרות ביתר בגלל שמנהלי הקרנות המחקות מוכנים "לשלם יותר" עבור נזילות וכפועל יוצא תמחור אגרות חוב אלו מוטה כלפי מעלה. בגרף בעמוד הבא ניתן להבחין כי התשואה לפדיון של 50 המנפיקים הגדולים אכן נמוכה יותר מהתשואה הגלומה בבנצ'מרק ולהערכתנו אין זה נובע מחוזקת המנפיקים הגדולים אלא מנטייתם של מנהלי התעודות להתמקד באוכלוסייה זו.



זרקור // קרנות מחקות מדד ה-High Yield

FIGURE 9: YIELD-TO-WORST (YTW) OF HIGH YIELD MARKET VS. TOP 50 ISSUERS (2010 – 2016)



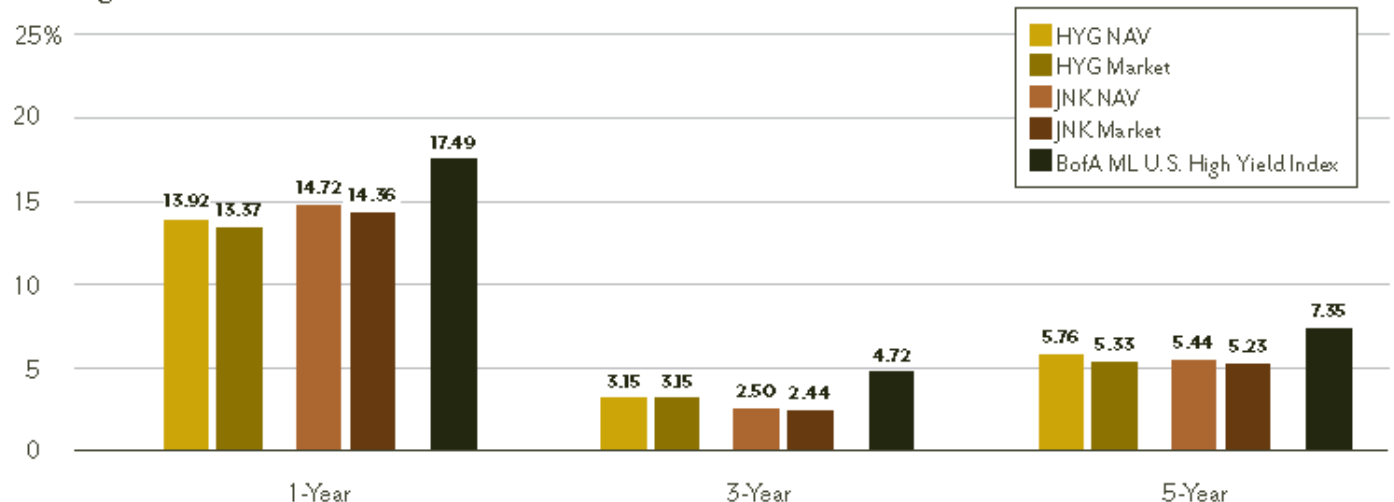
Source: Bank of America Merrill Lynch

לסיכום, מדד הבנצ'מרק העוקב אחר אג"ח High Yield בלתי ניתן לעקיבה מדויקת. הקרנות הפאסיביות נאלצות לעקוב רק אחר החלק הסחיר של הבנצ'מרק, ללא יכולת לרכוש סדרות אג"ח לא נזילות ואג"ח במצוקה. אנו סבורים כי החלק הסחיר של הבנצ'מרק מתומחר ביתר מתוך אילוצי ניהול הקרנות המחקות. משקולות הקרנות במדד נקבעות לפי היקף אגרות החוב של המנפיק ויצורות מדד הבנוי באופן כזה שאינו נותן ביטוי ליצירת הערך של החברות בשונה מהקרנות המחקות אחר מדד מניות.

לאור כל זאת, אין זה מפתיע כי הקרנות המחקות HYG ו-JNK הניבו תשואות חסר גבוהות ביחס לבנצ'מרק בשנים האחרונות (כפי שניתן לראות בגרף המצורף מטה).

FIGURE 4: HIGH YIELD ETFs HAVE UNDERPERFORMED THE HIGH YIELD INDEX

Trailing Returns as of 12/31/2016



Source: Morningstar Direct

סקירה זו הינה אינפורמטיבית בלבד ומייצגת את דעותיהם של עובדי אושן פרטנרס בע"מ ואין באמור כאן משום המלצה, הצעה, או שידול לקנות / להחזיק / למכור ני"ע או נכסים פיננסיים כלשהם. הסקירה מבוססת על מידע אשר החברה סבורה כי הוא מהימן אך אינה יכולה לערוב לכך. הסקירה אינה מתיימרת להיות ניתוח מלא של כלל הנושאים המפורטים בה והדעות המובאות בסקירה נכונות למועד הסקירה והן עשויות להשתנות מעת לעת ללא הודעה נוספת. אין הסקירה מהווה ייעוץ / שיווק להשקעות ואינה תחליף לייעוץ אישי ללקוחות בהתחשב נתוניהם ובצרכיהם המיוחדים של הקורא. יובהר כי עשוי להיות לנו /או/ ללקוחותינו /או/ לצדדים קשורים עניין /או/ אחזקות בניירות ערך / נכסים פיננסיים המפורטים בסקירה. הסקירה הינה רכושה של חברת אושן פרטנרס בע"מ, אין להעתיק, לצלם, לשכפל, להפיץ, לשרד או לפרסם ברבים הן במישרין והן בעקיפין את הסקירה /או/ חלקים ממנה בכל דרך שהיא ללא הסכמה מראש מטעם החברה.